

Premier pas

Un nombre croissant de pays d'Afrique subsaharienne se présentent sur le marché international des capitaux

Amadou N.R. Sy

LA MAJORITÉ des pays d'Afrique subsaharienne ont longtemps dû faire appel à l'aide extérieure ou à des prêts d'institutions financières internationales pour couvrir leurs besoins de devises. Mais, pour la première fois, beaucoup d'entre eux sont en mesure d'emprunter sur le marché international des capitaux, en vendant des titres appelés «euro-obligations», qui sont en général libellés en dollars ou en euros.

Cette soudaine vague d'emprunts par des pays d'une région qui compte certaines des nations les plus pauvres du monde s'explique par divers facteurs : la croissance rapide et l'amélioration des politiques économiques de la région, le bas niveau des taux d'intérêt mondiaux et les tensions économiques persistantes dans de nombreux pays avancés, d'Europe notamment. Dans plusieurs cas, des pays africains ont réussi à placer leurs obligations en offrant des taux de rendement plus faibles que certains pays européens en difficulté, tels que la Grèce ou le Portugal.

Reste à savoir si ces emprunts en rafale des États de l'Afrique subsaharienne (ainsi que d'une poignée de sociétés de la région) vont perdurer à moyen et long terme. Il est vraisemblable que les taux d'intérêt actuellement bas vont évoluer à un moment ou un autre — entraînant une hausse du coût des emprunts pour les pays et une baisse de l'intérêt des investisseurs — et la croissance économique grisante pourrait s'estomper, de sorte qu'il serait plus difficile pour les pays de rembourser leurs emprunts. De plus, l'instabilité politique de certains pays pourrait devenir problématique tant pour les emprunteurs que pour leurs créanciers.

Bienvenue au club

Il y a déjà plusieurs années que l'Afrique du Sud émet des euro-obligations. Mais, plus récemment, des pays tels que l'Angola, la Côte d'Ivoire, le Gabon, le Ghana, la Namibie, le Nigéria, le Rwanda, le Sénégal, les Seychelles et la Zambie ont pu lever des fonds sur le marché obligataire international (graphique 1). Le Kenya, l'Ouganda et la Tanzanie s'apprentent à émettre eux aussi des euro-obligations prochainement. Au total, plus d'un cinquième des 48 pays d'Afrique subsaharienne ont vendu des euro-obligations.

Par ailleurs, quelques sociétés d'Afrique subsaharienne ont aussi lancé avec succès des émissions euro-obligataires (la Guarantee Trust Bank du Nigéria a recueilli 500 millions de dollars en 2011 grâce à un emprunt à cinq ans, et Ghana Telecom a levé 300 millions de dollars, également à cinq ans, en 2007).

Les facteurs qui dopent les ventes sont les suivants :

- **Évolution du contexte institutionnel** : Depuis 2009, le plafonnement des emprunts non bonifiés (non concessionnels) des pays à faible revenu sous programme du FMI a été assoupli. Il est fonction de la capacité de remboursement du pays et du degré de vulnérabilité de sa dette. En décembre 2011, il n'y avait plus que sept pays d'Afrique subsaharienne qui disposaient d'une marge d'emprunt non concessionnel limitée ou nulle.

- **Réduction de la charge de la dette** : Le FMI a revu sa politique après l'annulation des dettes d'une grande partie des pays les moins développés par nombre de pays donateurs et de grandes institutions financières multilatérales. Cet allègement a permis aux pays d'emprunter sur le marché international des capitaux sans excéder leurs capacités de remboursement. (Le ratio médian dette publique/PIB en Afrique subsaharienne est maintenant inférieur à 40 %.) De plus, beaucoup de pays ont amélioré leur gestion macroéconomique et sont mieux équipés pour jauger la viabilité de leur dette.

Des bureaux à Windhoek, en Namibie.



- **Gros besoins d'emprunt** : De nombreux pays d'Afrique subsaharienne doivent investir massivement pour combler les failles de leurs infrastructures — production et distribution d'électricité, réseau routier, aéroports, ports et chemins de fer. Les émissions euro-obligataires peuvent être cruciales pour le financement des projets infrastructurels qui nécessitent souvent des ressources bien supérieures à la somme de l'aide extérieure et de l'épargne intérieure.

- **Faible coût des emprunts** : Ces dernières années, les pays d'Afrique subsaharienne ont pu emprunter à des taux de rendement historiquement bas — parfois inférieurs à ceux que devaient offrir les pays de la zone euro en crise — et à des conditions favorables, par exemple des échéances plus longues (graphique 2). Même si le coût des emprunts est historiquement bas, le rendement des euro-obligations émises par les pays d'Afrique subsaharienne est suffisamment élevé pour attirer les investisseurs étrangers.

Les pays d'Afrique subsaharienne ne sont pas les seuls à profiter des rendements peu élevés pour émettre des euro-obligations pour la première fois : quelques pays d'Amérique latine leur emboîtent le pas. La Bolivie a ainsi fait appel au marché international des capitaux pour la première fois en 90 ans. Le Paraguay a récemment lancé une première souscription, et le Honduras a émis des euro-obligations au début de mars 2013.

Est-ce que ça peut durer?

Pour déterminer si la situation propice au lancement d'émissions obligataires va perdurer, il est bon d'analyser les facteurs qui influent sur le coût des emprunts et déterminent l'orientation des flux de capitaux. Les facteurs «d'impulsion» agissent sur les conditions générales des ventes d'obligations aux investisseurs internationaux; les facteurs «d'attraction» sont propres à chaque pays et dépendent de sa politique économique. Gueye et Sy (2010 et 2013) ont analysé ces facteurs dans 120 pays entre 2000 et 2009.

Les principaux facteurs d'impulsion étaient le taux des fonds fédéraux (taux d'intérêt au jour le jour que les banques américaines paient aux autres lorsqu'elles leur empruntent des réserves excédentaires); la liquidité mesurée par la base monétaire (monnaie en circulation et dépôts des banques commerciales auprès des banques centrales de la zone euro, du Japon, du Royaume-Uni et des États-Unis); le cours du pétrole; les indicateurs de l'appétit des investisseurs pour le risque; le ratio taux d'intérêt à court terme/taux d'intérêt à long terme aux États-Unis (la pente de la courbe des rendements); et la marge des obligations de société à rendement élevé aux États-Unis.

Les facteurs d'attraction sont le PIB par habitant d'un pays; la viabilité de ses opérations financières extérieures, y compris le solde extérieur courant (différence entre ce qu'un pays dépense à l'étranger et ce que les étrangers dépensent dans ce pays) et le ratio dette extérieure/exportations; et la stabilité macroéconomique (mesurée principalement par l'évolution de l'inflation). La notation du crédit souverain, qui donne une bonne approximation de la qualité de la signature d'un pays, rend compte de la plupart de ces facteurs d'attraction.

D'après les facteurs d'impulsion, il apparaît que les entrées de capitaux à l'origine des achats des euro-obligations émises par les pays d'Afrique subsaharienne ne peuvent pas durer bien longtemps. Cela tient d'abord à ce que les taux d'intérêt historiquement bas aux États-Unis vont sans doute augmenter à moyen terme. Autre

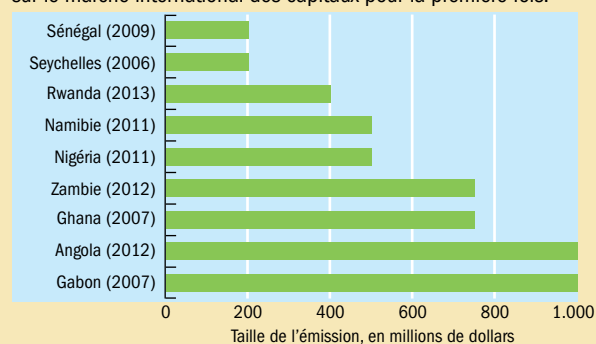
raison : l'évolution de l'appétit des investisseurs étrangers pour le risque, qui augmente parce qu'ils recherchent des rendements plus élevés que ceux qu'ils peuvent obtenir aux États-Unis et sur d'autres marchés refuges. Cela joue en faveur des euro-obligations des pays d'Afrique subsaharienne. Mais, lorsque les taux d'intérêt mondiaux vont augmenter et que l'inquiétude liée à la crise financière mondiale s'apaisera, les États de l'Afrique subsaharienne devront affronter la concurrence des autres émetteurs en quête de financement.

Les facteurs d'attraction indiquent aussi que l'horizon des entrées de capitaux se limite au court terme. Elles ne perdureront que si les gouvernants de l'Afrique subsaharienne parviennent à les renforcer. D'après les projections du FMI, les perspectives économiques à court terme de la région restent globalement positives, avec une prévision de croissance de 5,4 % en 2013 (FMI, 2013). Mais les risques de dégradation se sont intensifiés, surtout du fait des incertitudes de la

Graphique 1

Sur le marché

Plusieurs pays d'Afrique subsaharienne ont vendu des obligations sur le marché international des capitaux pour la première fois.



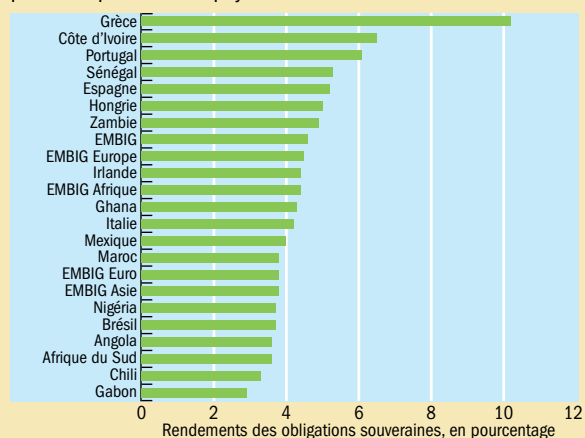
Source : calculs des auteurs.

Note : Les données vont jusqu'à la fin de janvier 2013. L'année entre parenthèses est la date de la première vente.

Graphique 2

Des taux peu élevés

Les rendements des euro-obligations émises par les pays d'Afrique subsaharienne sont historiquement bas, parfois même plus bas que ceux des pays de la zone euro en crise.



Source : Bloomberg, L.P.

Note : rendements obligataires au 30 janvier 2013 sur le marché secondaire. Les euro-obligations sont des obligations émises dans une monnaie étrangère, généralement en dollars ou en euros. EMBIG : J.P. Morgan Emerging Market Bond Index Global.

conjoncture économique mondiale, qui toucheront principalement les pays à revenu intermédiaire ayant des liens commerciaux avec l'Europe, y compris l'Afrique du Sud (FMI, 2012). La vigueur de la croissance prévue dans la région tient en partie à des facteurs liés à l'offre, dont l'expansion des secteurs des ressources naturelles. Mais les pays à faible revenu d'Afrique subsaharienne ont aussi tiré parti du renforcement de leur gestion économique, de l'amélioration de la gouvernance, de l'évolution favorable des cours des matières premières et de l'allègement considérable de leurs dettes (au moins pour le moment). Avec la richesse procurée par les ressources naturelles apparaissent des enjeux qu'il faut maîtriser, en particulier pour veiller à l'efficacité des dépenses publiques liées à ce pactole (Arezki, Gylfason et Sy, 2011).

Politiques conventionnelles

Les récentes défaillances souveraines en Afrique subsaharienne montrent combien il importe de renforcer les facteurs d'attraction. Les Seychelles n'ont pas honoré leurs engagements au titre d'une émission euro-obligataire de 230 millions de dollars en octobre 2008, à cause de la chute libre des recettes du tourisme pendant la crise financière mondiale, mais aussi de dépenses publiques excessives pendant plusieurs années. Il a fallu restructurer la dette et couper dans les dépenses publiques. À cause de la remise en question des élections, la Côte d'Ivoire n'a pas versé des intérêts totalisant 29 millions de dollars et s'est donc trouvée en défaut de paiement en 2011 (sur un emprunt obligataire lancé en 2010).

D'autres questions se posent lorsque la dette extérieure d'un pays lui coûte moins cher que la dette intérieure. Le cas du Ghana est exemplaire. En janvier 2013, l'État pouvait payer environ 4,3 % pour un emprunt en dollars à dix ans (rendements sur le marché secondaire). Or, quand il emprunte en monnaie nationale, le taux des bons du Trésor à trois mois est d'au moins 23 %. Après prise en compte du différentiel d'inflation, l'écart entre les coûts d'emprunt en dollar et en monnaie nationale atteint 10,6 points (5,4 points, compte tenu de la dépréciation de la monnaie). Cet écart s'explique en partie par l'inflexion de la politique économique : la politique monétaire a été durcie en 2012, et le déficit budgétaire est monté à environ 10 % à 11 % du PIB. Mais l'écart tient aussi au faible coût extérieur qui est dû à la recherche du rendement par les investisseurs, qui ont confiance dans la volonté du Ghana d'honorer ses obligations et dans sa capacité de remboursement parce que ses perspectives de croissance sont bonnes (c'est un pays producteur de pétrole). L'écart s'explique également par le sous-développement du marché de la dette intérieure, où les investisseurs sont essentiellement les banques, ce qui accroît le coût d'emprunt intérieur, et aussi sans doute par le fait que les investisseurs étrangers ne sont pas autorisés à acquérir des titres publics ghanéens d'échéance inférieure à trois ans.

La vague d'emprunts internationaux des pays d'Afrique subsaharienne à des taux parfois inférieurs à ceux que doivent acquitter beaucoup de pays européens ne pourra sans doute pas perdurer à long terme à moins que ces pays parviennent à produire une croissance économique vigoureuse et durable et réduisent encore l'instabilité macroéconomique.

Il est donc important d'agir énergiquement. À court terme, il convient de centrer les efforts sur le maintien de la stabilité macroéconomique et de la viabilité de la dette, de veiller à ce

que le produit des emprunts soit utilisé à bon escient et à investir dans des projets comportant des «multiplicateurs» économiques élevés, d'éviter l'affaiblissement des bilans que provoquerait l'asymétrie des devises et des échéances, et de gérer les risques de ralentissement sensible ou de renversement de la conjoncture. À plus longue échéance, il faut s'attacher à développer les marchés de capitaux intérieurs et les institutions, ainsi qu'à planifier convenablement la libéralisation des mouvements de capitaux.

Politiques non conventionnelles

Mais les pays doivent aussi peser le pour et le contre de mesures non conventionnelles, car l'élaboration et la mise en œuvre des politiques conventionnelles prend du temps.

Par exemple, il n'est pas facile de mettre en place un marché obligataire intérieur efficace pour attirer l'épargne intérieure et extérieure, surtout à long terme. À cette fin, il est généralement recommandé d'améliorer la politique macroéconomique, la gestion de la dette, ainsi que les infrastructures réglementaires, juridiques et des marchés, et de développer une base d'investisseurs. Les marchés monétaires sont la pierre angulaire des marchés de capitaux, et c'est naturellement là qu'il faut commencer les réformes. Les banques commerciales sont en général les plus gros investisseurs, et il est essentiel d'établir un marché interbancaire efficace. Enfin, il est prioritaire d'assurer la liquidité des marchés intérieurs.

Mais il faut du temps pour mettre en œuvre ces mesures conventionnelles. Prenant exemple sur divers pays, les dirigeants africains pourraient viser d'abord des objectifs moins ambitieux, puis passer au cran supérieur. La Malaisie, par exemple, a su mettre en place le troisième plus gros marché obligataire en Asie (après le Japon et la Corée) en développant des marchés de capitaux islamiques. En renforçant leurs institutions communes, les gouvernements des pays de l'Union économique et monétaire de l'Afrique de l'Ouest parviennent de mieux en mieux à mobiliser l'épargne intérieure des banques et d'autres investisseurs dans les huit pays de l'union et émettent séparément des bons du Trésor et des obligations. L'Éthiopie, le Ghana et l'Inde ont capté l'épargne de leurs ressortissants non résidents en émettant des obligations pour la diaspora. Enfin, la province de Québec au Canada et le Maroc se sont dotés de caisses de dépôts à la française pour développer leurs marchés de capitaux intérieurs. L'Afrique subsaharienne pourrait s'inspirer de l'expérience d'autres pays pour aller de l'avant. ■

Amadou N.R. Sy est chef de division adjoint au Département des marchés monétaires et de capitaux du FMI.

Bibliographie :

- Arezki, Rabah, Thorvaldur Gylfason, and Amadou N.R. Sy, 2011, *Beyond the Curse: Policies to Harness the Power of Natural Resources* (Washington: International Monetary Fund).
- Fonds monétaire international, 2012, *Perspectives économiques régionales : Afrique subsaharienne* (Washington, Fonds monétaire international, octobre).
- , 2013, *Perspectives économiques régionales : Afrique subsaharienne* (Washington, Fonds monétaire international, avril).
- Gueye, Cheikh A., and Amadou N.R. Sy, 2010, *Beyond Aid: How Much Should African Countries Pay to Borrow?* IMF Working Paper 10/140, (Washington: International Monetary Fund).
- , 2013, "U.S. Interest Rates and Emerging Market Bond Yield Spreads: A Changing Relationship?" *Journal of Fixed Income*, Vol. 22, No. 4, p. 48–52.